

高成长的隔膜明日之星

——星源材质（300568）公司简介

报告摘要：

- ◆ **动力锂电池隔膜领域的明日之星。**公司同时拥有干法和湿法制备技术，2016 年在全球锂电池隔膜市场的份额约 7% 左右，已跻身为全球具有影响力的锂离子电池隔膜供应商，目前干法及湿法隔膜产能 1.4 亿平米，将持续扩建稳居隔膜龙头地位，营业收入和净利润持续高速增长。
- ◆ **掌握技术优势叠加优质客户资源，尽享进口替代红利。**在隔膜产业国产化替代及产业政策支持的背景下，拥有核心技术持续研发能力和市场渠道的行业龙头企业的市场占有率有望稳步提升。国内市场，公司主要客户覆盖比亚迪、国轩高科、天津力神、万向集团、南都电池、中聚电池、优特利、捷威动力等国内知名锂离子电池企业；在国际市场，公司产品已经成功实现对韩国 LG 化学等国外著名厂商的批量产品供应。
- ◆ **产能扩张有序，有望快速转化兑现业绩。**2016 年公司隔膜年产能约 1.7 亿平米，其中干法隔膜 1.4 亿平米，湿法隔膜 0.3 亿平米。2016 年 1 月和国轩高科共同成立合肥星源，建设湿法和涂覆生产基地，具备 2 条生产线约 8000 万平米湿法隔膜及涂覆产线，有望满足国轩及华东地区电池企业对隔膜的需求，扩大湿法生产能力、优化生产区域布局，一期项目有望 2017 年年中左右投产，总体预计 2017 年新增 1.25 亿平米，隔膜总产能将达 3 亿平米。随着产能逐步达产，将为公司提供新的利润增长点。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 5.3 亿元，6.9 亿元，10 亿元，EPS 分别为 1.6 元，1.9 元，2.6 元。给予 6 个月目标价 85 元，首次推荐予以“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	299.75	425.06	532.75	691.09	1,003.17
增长率（%）	30.81%	41.81%	25.33%	29.72%	45.16%
净利润（百万元）	68.38	118.34	186.52	232.35	312.68
增长率（%）	43.01%	73.07%	57.61%	24.57%	34.57%
净资产收益率（%）	15.10%	22.38%	10.25%	12.37%	15.88%
每股收益（元）	0.76	1.31	1.55	1.94	2.61
PE	96.84	56.18	47.35	38.01	28.25
PB	14.62	12.52	4.85	4.70	4.49

2017 年 01 月 17 日

推荐/首次

星源材质

公司简介

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：

史鑫

010-60554044

shixin@dxzq.net.cn

王革

010-66554043

wangge@dxzq.net.cn

林劼

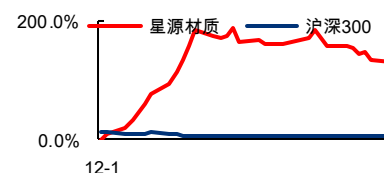
010-66554034

linjie_@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	71.58-31.18
总市值（亿元）	85.9
流通市值（亿元）	21.47
总股本/流通 A 股（万股）	12000/3000
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	11.18

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 高壁垒、高成长的锂电池隔膜龙头企业	4
2. “高景气+进口替代”打造持续的高成长性	4
3. 产研结合自主创新体系，产品技术领先市场	6
4. 把握优质客户资源，不断提升国际市场份额	6
5. 募投加速产能释放，营造利润增长点	7
6. 盈利预测及估值	8
7. 风险提示	8

表格目录

表 1: 公司 2013 至 2016H1 前 5 大客户统计	6
表 2: 公司与国际知名锂电池企业合作情况	7
表 3: 公司募投项目情况	7
表 4: 公司盈利预测表	9

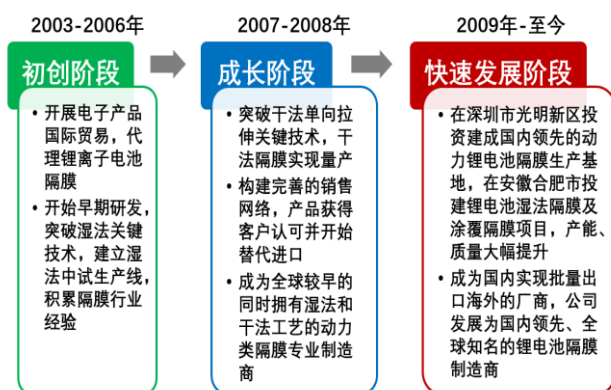
插图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司锂电池隔膜产品基本情况	4
图 3: 公司营收净利润持续高速增长	4
图 4: 2015 年全球锂离子电池隔膜产业格局	4
图 5: 2010-2016 年我国锂离子电池隔膜销量 (单位: 亿平米)	5
图 6: 2010-2016 年我国锂离子电池隔膜市场规模 (单位: 亿元)	5
图 7: 产学研相结合的技术创新支持体系	6
图 8: 公司自主核心技术储备坚实	6

1. 高壁垒、高成长的锂电池隔膜龙头企业

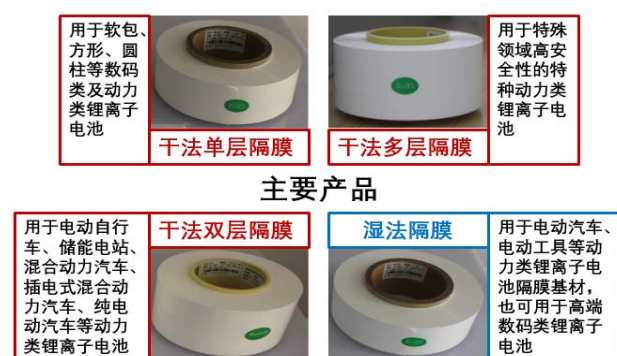
高精尖的锂电隔膜之星。星源材质成立于2003年，是国内最早打破隔膜技术垄断的企业，干法单拉技术的开创者、全球首个同时拥有干法和湿法制备技术的企业，是隔膜国标的牵头单位和副组长单位，是国内高端隔膜产研龙头，公司具备干法、湿法的制造技术，产品包括单层、双层和多层等系列，厚度从10~60 μm （单位在20 μm 以下），公司2016年在全球锂电池隔膜市场的份额约7%左右，已跻身为全球具有影响力的锂离子电池隔膜供应商。

图 1:公司发展历程



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

图 2:公司锂电池隔膜产品基本情况



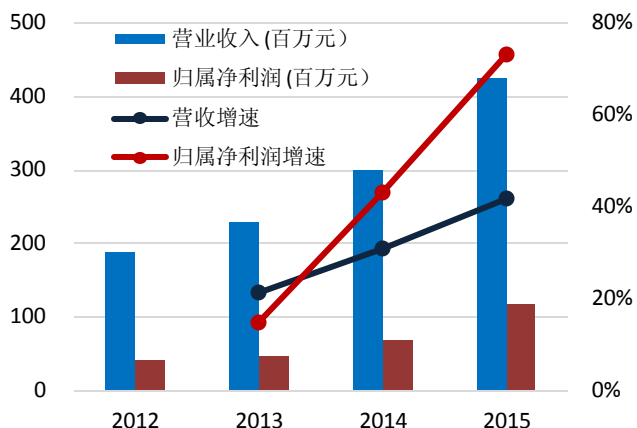
资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

业绩持续高速增长，动力类电池隔膜营收贡献超9成。公司自2012年起受益于新能源汽车的高速增长，营业收入和净利润进入快速增长期。2015年公司实现营收4.25亿元，同比增长42.8%，实现归属净利润达1.18亿元，同比增长73.1%，其中动力类锂电池隔膜营收占比高达91.2%，是公司收入贡献的绝对主力。公司具备5000万平米干法隔膜产能和3000万平米湿法隔膜产能，隔膜产能稳居国内龙头，跻身全球知名供应商。随着公司IPO募股项目7920万平米干法隔膜产能及控股子公司合肥星源拟投建的8000万平米湿法隔膜产能陆续释放，公司将继续巩固国内锂电池隔膜龙头地位。预计2016~2017年营收有望达到5.3亿元、6.9亿元，实现净利润1.9亿元、2.3亿元。

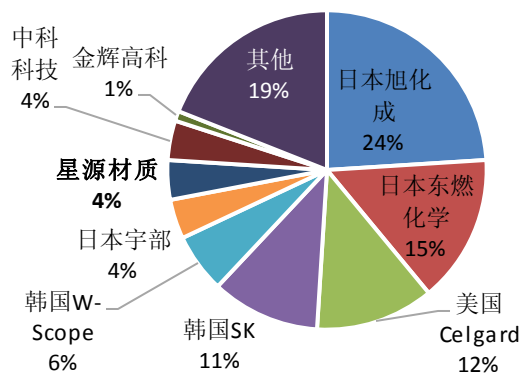
2. “高景气+进口替代”打造持续的高成长性

图 3:公司营收净利润持续高速增长

图 4:2015 年全球锂离子电池隔膜产业格局



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

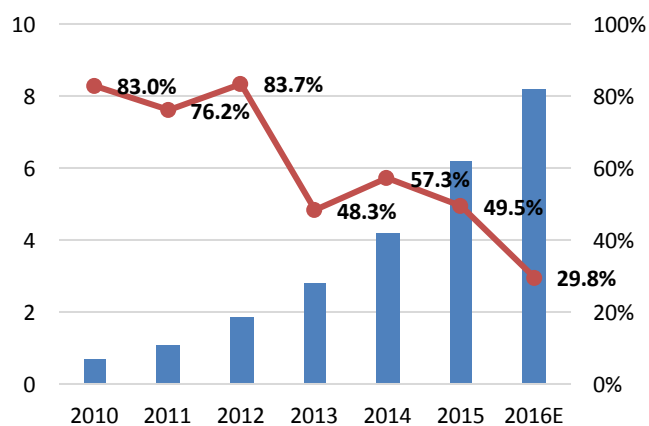


资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

动力电池隔膜迎来跨越式发展，隔膜国产化势在必行，龙头企业有望优先胜出。根据高工锂电的数据，我国锂离子电池隔膜销量由 2010 年的 0.55 亿平米增至 2015 年的 6.28 亿平米，年均复合增长率达 62.7%，我国锂离子电池隔膜市场规模从 2010 年的 4.2 亿元增至 2015 年的 21.3 亿元，年均复合增长率达 38.4%。

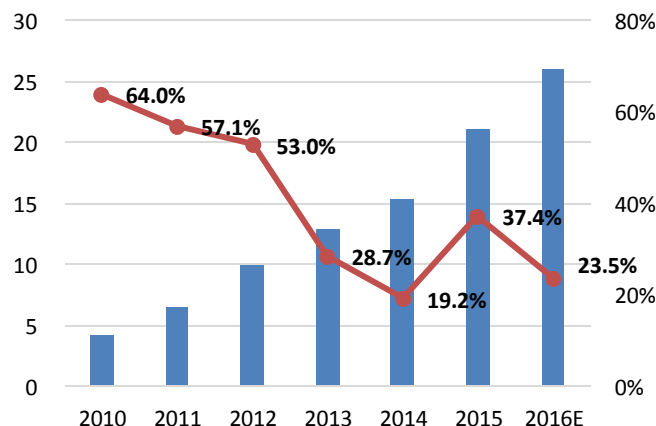
由于隔膜生产工艺具有较高的技术壁垒，毛利率高达 50% 以上，大量资本进入但短期缺乏技术沉淀，导致国内中低端产能较高，国内中高端需求产品仍主要依赖进口。而国际市场隔膜技术集中度高，主要在旭化成、celgard 等少数巨头手中，进口隔膜价格长期维持在高价，随着国内顶尖企业的“中试-批量”的产研进程推进，中高端隔膜的国产化替代趋势不可逆，掌握核心技术研发能力和市场渠道的龙头公司的市占率有望稳步提升。

图 5: 2010-2016 年我国锂离子电池隔膜销量 (单位: 亿平米)



资料来源：高工锂电、东兴证券研究所

图 6: 2010-2016 年我国锂离子电池隔膜市场规模 (单位: 亿元)

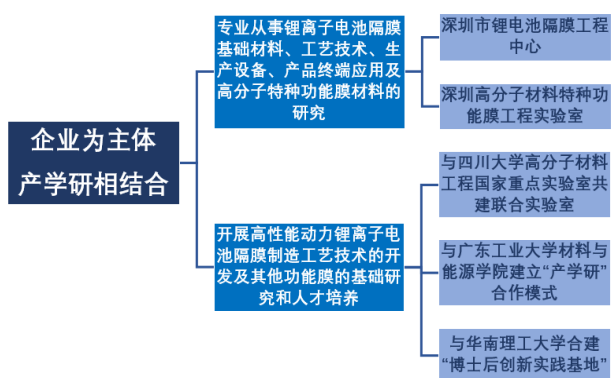


资料来源：高工锂电、东兴证券研究所

3. 产研结合自主创新体系，产品技术领先市场

公司坚持打造以“企业为主体、产学研相结合”的产学研创新体系，建立起完善的技术创新开发硬件平台及专业结构合理的技术和管理团队，突破并掌握动力锂离子电池隔膜制造的关键工艺技术和关键设备应用技术的的核心能力，技术依托深圳高分子材料特种功能膜工程实验室、深圳市锂电池隔膜工程中心及与四川大学高分子材料工程国家重点实验室共建的联合实验室，打造完善的工程技术开发产业链，目前自主技术方面公司已取得发明专利 15 项，实用新型专利 14 项，隔膜的设计、制造技术和性能指标等整体技术水平稳居行业领先地位，为公司持续拓展现有国内中高端市场、积极开拓海外市场提供了重要保障。

图 7:产学研相结合的技术创新支持体系



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图 8:公司自主核心技术储备坚实

发明专利 15 项，实用新型专利 14 项	
自主研发	技术储备
隔膜原料分析表征技术	共挤复合拉伸技术
配方预处理技术	纳米分散技术
硬弹性基膜结构成型控制技术	精密涂布控制技术
硬弹性基膜检测表征技术	纳米纺丝技术
基膜高效热处理重整技术	低晶点挤出控制技术
分步拉伸多层复合技术	
干法成套生产线设计整合技术	

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

4. 把握优质客户资源，不断提升国际市场份额

隔膜的一致性、稳定性和安全性直接影响锂电池的产品性能、产品质量和生产成本，因此下游锂离子电池厂商在选择隔膜时会对隔膜供应商进行较长时间的考察，经认可后通常会建立稳定的长期业务合作关系。2009 年开始国内一流厂商的认可，批量供货给比亚迪、中航锂电、力神等大的电池厂。公司 2012 年进入了涂覆领域，建了陶瓷生产线，经过安装、调试于 2014 年湿法产线建设投产。2013 年走出国门向 LG 化学供货，成为国内第一家批量出口海外的企业，2013 年走出国门向 LG 化学供货，成为国内第一家批量出口海外的企业，握有优质而稳定的客户资源。目前公司国内的主要客户覆盖比亚迪、国轩高科、天津力神、万向集团、南都电池、中聚电池、优特利、捷威动力等。国际市场客户为 LG 化学批量供应，并与美国 A123、法国 SAFT 及三星 SDI、ATL、松下能源等国外知名锂离子电池厂商建立业务合作关系、启动产品认证工作，未来将逐步参与全球市场份额的竞争。

表 1：公司 2013 至 2016H1 前 5 大客户统计

排	2016H1	2015	2014	2013
---	--------	------	------	------

序	客户名称	营收占比（%）	客户名称	营收占比（%）	客户名称	营收占比（%）	客户名称	营收占比（%）
1	LG Chem, Ltd	26.52	比亚迪	27.97	LG Chem, Ltd	32.20	比亚迪	18.87
2	比亚迪	19.59	LG Chem, Ltd	26.67	比亚迪	22.32	LG Chem, Ltd	15.17
3	国轩高科	18.15	天津力神	11.34	天津力神	10.44	中航锂电(洛阳)	6.51
4	天津力神	11.06	国轩高科	8.57	中聚电池	4.78	天津力神	5.96
5	天津捷威动力	4.29	天津捷威动力	3.66	深圳海盈科技	2.85	深圳比克电池	4.31

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

表 2：公司与国际知名锂电池企业合作情况

合作方	合作具体内容
美国 A123	2012 年 10 月，公司通过美国 A123 公司认证并实现小批量供货，该公司已于 2013 年被万向集团完成收购。
法国 SAFT	2013 年 12 月，公司通过法国 SAFT 公司认证；2015 年起，公司陆续实现批量供货。
三星 SDI	2015 年 3 月，公司开始与三星 SDI 接洽，随后将部分规格样品提供给三星 SDI 进行认证测试，目前仍在样品检测过程中。
ATL	2012 年 10 月，公司与 ATL 附属企业签署有关新能源汽车产业技术创新工程的合作协议，目前该课题仍在合作研发过程中。
松下能源	2013 年 9 月，公司开始与松下能源进行接洽；2014 年以来，公司向松下能源提供干法和湿法隔膜样品开展认证工作。

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

5. 募投加速产能释放，营造利润增长点

2016 年公司隔膜年产能约 1.7 亿平米，其中干法隔膜 1.4 亿平米，湿法隔膜 0.3 亿平米。2016 年 1 月和国轩高科共同成立合肥星源，建设湿法和涂覆生产基地，具备 2 条生产线约 8000 万平米湿法隔膜及涂覆产线，有望满足国轩及华东地区电池企业对隔膜的需求，扩大湿法生产能力、优化生产区域布局，一期项目预计有望在 2017 年年中投产，总体预计 2017 年新增 1.25 亿平米，隔膜总产能将达 3 亿平米，其中第三代干法产线产能 4500 万到 5000 万平米，随着产能逐步达产，将为公司提供新的利润增长点。

表 3：公司募投项目情况

项目名称	总投资额（亿元）	你用募集资金投入金额（亿元）	募集资金使用计划（亿元）	
			第一年	第二年
第三代高性能动力锂离子电池隔膜生产线扩建项目	3.83	3.83	2.08	1.74
功能膜研发中心升级改造项目	0.36	0.36	0.36	-
补充流动资金	1	1	1	-

偿还部分银行借款	1.5	1.5	1.5	-
合计	6.68	6.68	4.94	1.74

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

6. 盈利预测及估值

公司是国内动力锂电池隔膜领域的绝对龙头，考虑到公司高性能隔膜的快速产能释放，我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 5.3 亿元，6.9 亿元，10 亿元，实现归母净利润分别为 1.9 亿元，2.3 亿元，3.1 亿元，EPS 分别为 1.6 元，1.9 元，2.6 元，对应 PE 分别为 47 倍、38 倍、28 倍，考虑到公司在国内动力锂电供应链的龙头地位，给予公司 45 倍的估值，给予 6 个月目标价 85 元，予以“推荐”评级。

7. 风险提示

- 1、公司业务拓展不及预期的风险
- 2、新能源汽车政策风险

表 4:公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	235	363	691	843	1051	营业收入	300	425	533	691	1003
货币资金	84	92	358	435	426	营业成本	117	182	207	280	434
应收账款	107	144	180	238	341	营业税金及附加	4	5	5	8	11
其他应收款	1	2	2	3	4	营业费用	18	22	27	35	51
预付款项	1	6	8	12	19	管理费用	68	61	80	104	150
存货	29	29	48	60	88	财务费用	15	15	-4	-7	-9
其他流动资产	1	0	-1	-3	-7	资产减值损失	3.59	7.45	3.48	4.84	5.26
非流动资产合计	535	583	945	877	810	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.56	0.08	0.22	0.29	0.20
固定资产	504.43	504.96	444.99	385.03	325.07	营业利润	74	132	214	267	361
无形资产	18	75	68	60	53	营业外收入	4.91	6.58	5.26	5.58	5.81
其他非流动资产	10	0	0	0	0	营业外支出	0.36	0.37	0.82	0.52	0.57
资产总计	769	946	1636	1720	1861	利润总额	79	139	218	272	366
流动负债合计	192	297	110	128	170	所得税	10	20	32	40	54
短期借款	89	179	0	0	0	净利润	68	118	187	232	313
应付账款	15	16	25	31	46	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	4	5	8	13	归属母公司净利润	68	118	187	232	313
一年内到期的非	65	28	28	28	28	EBITDA	144	269	277	327	419
非流动负债合计	124	120	92	100	108	BPS (元)	0.76	1.31	1.55	1.94	2.61
长期借款	79	69	92	100	108	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	317	417	201	228	278	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	30.81%	41.81%	25.33%	29.72%	45.16%
实收资本(或股	90	90	120	120	120	营业利润增长	38.63%	78.25%	61.66%	24.79%	35.17%
资本公积	228	231	582	582	582	归属于母公司净利润	57.61%	24.57%	57.61%	24.57%	34.57%
未分配利润	112	173	179	190	219	获利能力					
归属母公司股东	453	529	1820	1878	1969	毛利率(%)	60.54%	57.05%	61.14%	59.49%	56.76%
负债和所有者权	769	946	2021	2106	2246	净利率(%)	22.81%	27.84%	35.01%	33.62%	31.17%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	8.89%	12.51%	11.40%	13.51%	16.80%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	15.10%	22.38%	10.25%	12.37%	15.88%
经营活动现金流	136	116	183	240	202	偿债能力					
净利润	68	118	187	232	313	资产负债率(%)	41%	44%	10%	11%	12%
折旧摊销	54.71	121.55	0.00	67.51	67.51	流动比率	1.22	1.22	6.30	6.60	6.18
财务费用	15	15	-4	-7	-9	速动比率	1.07	1.12	5.86	6.13	5.66
应收账款减少	0	0	-36	-58	-103	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2	2	5	总资产周转率	0.39	0.50	0.36	0.33	0.46
投资活动现金流	-25	-90	-3	-5	-5	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.58	27.25	25.87	24.48	25.85
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.76	1.31	1.55	1.94	2.61
筹资活动现金流	-86	-37	86	-158	-205	每股净现金流(最新	0.28	-0.12	2.22	0.64	-0.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.03	5.88	15.17	15.65	16.40
长期借款增加	0	0	23	9	7	估值比率					
普通股增加	0	0	30	0	0	P/E	96.84	56.18	47.35	38.01	28.25
资本公积增加	3	3	351	0	0	P/B	14.62	12.52	4.85	4.70	4.49
现金净增加额	25	-11	266	77	-8	EV/EBITDA	46.94	25.31	30.97	26.06	20.38

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

史鑫

材料学硕士，具备三年以上新能源汽车产业研发经验，两年证券从业经历，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

王革

中科院电气工程硕士，4 年光伏电池研发和产业化经验，1 年公司管理经验，2016 年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

林韵

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016 年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。